



BUY(Maintain)

목표주가: 300,000원
주가(5/13): 238,500원
시가총액: 52,301억원

인터넷/게임
Analyst 김학준
02) 3787-5155
dilog10@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (5/13)		1,966.99pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	263,500원	181,500원
등락률	-9.49%	31.40%
수익률	절대	상대
1W	-3.0%	-2.3%
1M	11.4%	11.8%
1Y	9.9%	18.1%

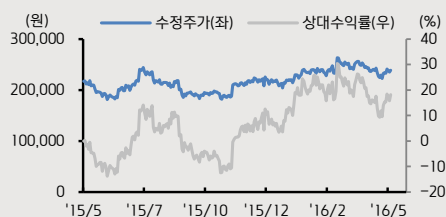
Company Data

발행주식수		21,929천주
일평균 거래량(3M)		155천주
외국인 지분율		32.50%
배당수익률(15E)		1.64%
BPS(15E)		66,467원
주요 주주	국민연금공단	13.1%
	김택진 외 9인	12.0%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2014	2015	2016E	2017E
매출액	839	838	1,011	1,141
보고영업이익	278	237	336	431
핵심영업이익	278	237	336	431
EBITDA	315	272	367	462
세전이익	289	240	357	453
순이익	228	166	274	342
지배주주지분순이익	230	165	276	344
EPS(원)	10,487	7,542	12,577	15,681
증감률(%YoY)	44.7	-28.1	66.8	24.7
PER(배)	17.4	28.2	16.9	13.6
PBR(배)	2.9	2.6	2.4	2.1
EV/EBITDA(배)	9.7	13.7	9.4	6.8
보고영업이익률(%)	33.2	28.3	33.3	37.8
핵심영업이익률(%)	33.2	28.3	33.3	37.8
ROE(%)	18.0	10.5	14.5	16.0
순부채비율(%)	-65.3	-53.3	-59.2	-65.9

Price Trend



엔씨소프트 (036570)

의미 있는 해외확장, 퍼블리셔로서 성장 중



엔씨소프트의 1Q실적이 발표되었다. 당사 예상치보다 긍정적인 실적을 달성하였다. 1Q실적은 매출액 2,408억원(QoQ, +1.63%), 영업이익 758억원(QoQ, +1.2%)을 기록하며 시장 기대치를 상회하였다. 미국 블소온라인의 뛰어난 성과와 아이온의 매출 상승이 실적에 기여하였다. 안정적인 기존 매출과 신작 일정이 순조롭게 진행된다는 점을 감안하면 기업가치 상승이 점진적으로 이루어질 것으로 전망된다.

>>> 1Q실적 Review

엔씨소프트의 1Q실적은 매출액 2,408억원(QoQ, +1.63%), 영업이익 758억원(QoQ, +1.2%)을 기록하며 기대치를 상회하는 실적을 달성하였다. 미국 블소온라인과 아이온의 매출확대가 실적을 견인하였다. 영업비용은 인건비가 증가(인센티브 지급)했지만 마케팅비용과 더불어 기타비용(야구단체약)이 감소하면서 전분기대비 소폭 증가에 그쳤다. 이번 컨콜에서 신작 일정이 연기 없이 진행되고 있다는 점이 확인됨에 따라 6월에 모바일 퍼블리싱 게임을 시작으로 하반기까지 모멘텀이 확대될 것으로 전망된다.

>>> 의미 있는 해외확장 성과, 모바일퍼블리셔의 시험대

이번 실적발표에서 긍정적인 부분은 블레이드앤소울의 매출 증가세다. 대만의 매출 유지와 더불어 북미지역의 실적기여도가 예상보다 높았던 것으로 판단된다. 출시 초기만큼의 매출유지는 어려울 수 있어도 안정적 매출원을 확보한 것으로 판단된다. 또한 길드워2에 이어 엔씨표 온라인게임이 해외시장에서 성과를 나타냈다는 점은 향후 MXM, 리니지이터널의 성공가능성을 높여줄 수 있는 좋은 지표로서 작용할 것이다. 이러한 해외확장은 온라인에만 해당하는 것이 아니다. 올해 여름부터는 모바일 퍼블리셔로서의 시험대에 오르게 된다. 헌터스어드벤처를 국내에 출시하고 소환사가 되고 싶어를 일본에 출시한다. 다만 2Q실적은 소폭 감소할 것으로 전망되고 퍼블리싱 모바일 게임을 제외하고는 모멘텀이 될만한 요소가 적다는 점을 감안하면 1Q대비 큰 폭의 실적확대는 어려울 것으로 전망된다. 모바일 게임들이 본격적으로 출시되는 3Q부터 실적 확대가 이루어질 가능성이 높다.

>>> 투자의견 Buy 유지, 목표주가 300,000원 하향

투자의견을 BUY로 유지하고 목표주가를 300,000원으로 하향한다. 블소온라인 미국 매출이, 안정적 매출원으로 자리잡을 것으로 보이고 신작 일정이 순조롭게 진행된다는 점을 감안하면 기업가치가 점진적으로 상승할 것으로 전망된다. 다만 중국 블소모바일의 성과가 급격하게 감소함에 따라 관련 추정치를 대폭 축소시켰고 이에 따라 목표주가를 하향한다.

1Q실적 및 당사추정치, 컨센서스 (단위: 십억원)

	4Q15	1Q16P	당사추정치		컨센서스	
			1Q 추정치	차이	1Q 추정치	차이
매출액	237.0	240.8	221.2	8.9%	222.0	8.5%
영업이익	74.9	75.8	66.9	13.3%	70.9	6.9%
당기순이익	42.2	66.2	54.5	21.5%	57.8	14.5%

자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치센터

엔씨소프트 실적 Table (단위: 십억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16P	2Q16E	3Q16E	4Q16E	2014	2015	2016E
매출액	188	218	196	237	241	235	247	289	839	838	1,011
게임 매출액	163	197	173	208	211	210	223	269	702	740	912
리니지	66	85	78	83	79	85	78	70	263	313	312
리니지 2	11	16	16	20	17	16	15	13	60	63	61
아이온	18	20	17	19	20	20	19	20	94	74	79
블레이드앤소울	27	30	25	32	54	48	47	46	83	114	195
길드워 2(확장팩)	20	22	21	37	31	25	23	21	86	101	100
기타(모바일,신작)	20	22	17	16	11	15	60	168	117	76	254
로열티 매출액	26	21	23	29	29	25	24	21	137	99	99
영업비용	143	150	145	162	165	158	165	187	561	601	675
인건비	86	81	81	77	99	88	91	96	309	325	375
매출변동비	13	15	13	14	14	14	14	17	47	55	59
마케팅비	4	8	8	14	9	8	10	12	33	34	39
감가상각비	9	8	9	8	8	8	9	8	34	34	33
기타	31	38	34	50	35	39	41	53	137	153	170
영업이익	45	67	51	75	76	77	81	102	278	237	336
영업이익률	24%	31%	26%	32%	31%	33%	33%	35%	33%	28%	33%
YOY											
매출액	6%	2%	-8%	1%	28%	8%	26%	22%	11%	0%	21%
영업비용	7%	1%	11%	10%	15%	5%	14%	15%	2%	7%	12%
영업이익	1%	3%	-38%	-14%	69%	15%	60%	37%	36%	-15%	42%

자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	839	838	1,011	1,141	1,064
매출원가	220	203	210	202	206
매출총이익	618	636	801	939	859
판매비및일반관리비	340	398	465	508	449
영업이익(보고)	278	237	336	431	381
영업이익(핵심)	278	237	336	431	409
영업외손익	11	2	20	22	24
이자수익	17	20	25	28	28
배당금수익	0	0	0	1	1
외환이익	9	13	0	0	0
이자비용	0	0	0	0	0
외환손실	5	3	0	0	0
관계기업지분법손익	-2	-2	0	0	0
투자및기타자산처분손익	0	0	-2	-2	0
금융상품평가및기타금융이익	2	-1	0	0	0
기타	-11	-25	-4	-4	-4
법인세차감전이익	289	240	357	453	434
법인세비용	61	73	82	111	106
유효법인세율 (%)	21.3%	30.5%	23.1%	24.5%	24.5%
당기순이익	228	166	274	342	327
지배주주지분순이익(억원)	230	165	276	344	329
EBITDA	315	272	367	462	440
현금순이익(Cash Earnings)	264	201	305	373	358
수정당기순이익	226	167	276	344	327
증감율(% , YoY)					
매출액	10.8	-0.1	20.6	12.8	-6.7
영업이익(보고)	35.5	-14.6	41.7	28.2	-11.6
영업이익(핵심)	35.5	-14.6	41.7	28.2	-5.1
EBITDA	30.9	-13.5	34.7	25.8	-4.8
지배주주지분 당기순이익	44.9	-28.1	66.8	24.7	-4.3
EPS	44.7	-28.1	66.8	24.7	-4.3
수정순이익	48.1	-26.2	65.0	24.7	-4.8

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	264	241	309	401	341
당기순이익	228	166	274	342	327
감가상각비	30	28	25	25	24
무형자산상각비	6	7	5	6	6
외환손익	-5	-9	0	0	0
자산처분손익	1	1	2	2	0
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-21	6	3	27	-16
기타	25	42	0	0	-1
투자활동현금흐름	-176	-517	-172	-136	47
투자자산의 처분	-156	-487	-146	-109	64
유형자산의 처분	1	1	0	0	0
유형자산의 취득	-19	-18	-18	-19	-19
무형자산의 처분	-2	1	-8	-8	0
기타	1	-14	0	-1	1
재무활동현금흐름	-12	310	-51	-62	-74
단기차입금의 증가	-3	0	0	0	0
장기차입금의 증가	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-12	-69	-60	-74	-85
기타	3	379	9	13	11
현금및현금성자산의순증가	79	45	86	203	314
기초현금및현금성자산	123	203	248	335	538
기말현금및현금성자산	203	248	335	538	852
Gross Cash Flow	285	235	306	374	357
Op Free Cash Flow	214	189	261	356	306

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	1,020	1,083	1,341	1,673	1,912
현금및현금성자산	203	248	335	538	852
유동금융자산	695	705	851	959	895
매출채권및유동채권	121	129	156	175	164
채고자산	1	1	1	1	1
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	679	1,136	1,134	1,132	1,119
장기매출채권및기타비유동채권	18	17	21	23	22
투자자산	301	797	798	798	799
유형자산	241	234	227	221	216
무형자산	95	64	67	69	63
기타비유동자산	26	24	22	21	20
자산총계	1,699	2,219	2,476	2,806	3,030
유동부채	245	338	367	414	386
매입채무및기타유동채무	210	231	316	356	333
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	36	107	51	58	54
비유동부채	78	93	105	120	130
장기매입채무및비유동채무	14	16	19	22	20
사채및장기차입금	0	0	0	0	0
기타비유동부채	64	77	86	99	110
부채총계	323	430	472	534	517
자본금	11	11	11	11	11
주식발행초과금	219	219	219	219	219
이익잉여금	1,234	1,330	1,547	1,817	2,062
기타자본	-103	210	210	210	210
지배주주지분자본총계	1,361	1,770	1,986	2,256	2,501
비지배주주지분자본총계	15	19	17	15	13
자본총계	1,376	1,789	2,003	2,271	2,514
순차입금	-898	-953	-1,185	-1,497	-1,747
총차입금	0	0	0	0	0

투자지표

(단위: 원, 배, %)

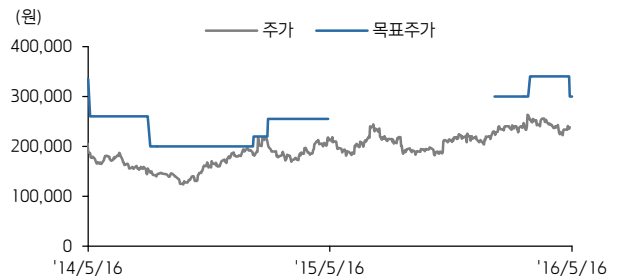
12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	10,487	7,542	12,577	15,681	15,006
BPS	62,045	80,693	90,565	102,884	114,042
주당EBITDA	14,362	12,424	16,737	21,058	20,045
CFPS	12,051	9,181	13,909	16,987	16,307
DPS	3,430	2,747	3,500	4,000	4,000
주가배수(배)					
PER	17.4	28.2	16.9	13.6	14.2
PBR	2.9	2.6	2.4	2.1	1.9
EV/EBITDA	9.7	13.7	9.4	6.8	6.6
PCFR	15.1	23.2	15.3	12.5	13.1
수익성(%)					
영업이익률(보고)	33.2	28.3	33.3	37.8	35.8
영업이익률(핵심)	33.2	28.3	33.3	37.8	38.5
EBITDA margin	37.5	32.5	36.3	40.5	41.3
순이익률	27.1	19.8	27.1	30.0	30.8
자기자본이익률(ROE)	18.0	10.5	14.5	16.0	13.7
투자자본이익률(ROIC)	145.4	161.3	508.1	1,044.9	1,715.4
안정성(%)					
부채비율	23.5	24.1	23.6	23.5	20.5
순차입금비용	-65.3	-53.3	-59.2	-65.9	-69.5
이자보상배율(배)	9,729.2	7,379.5	N/A	N/A	N/A
활동성(배)					
매출채권회전율	7.4	6.7	7.1	6.9	6.3
채고자산회전율	1,021.0	1,202.6	1,499.0	1,746.4	1,683.7
매입채무회전율	4.0	3.8	3.7	3.4	3.1

- 당사는 5월 13일 현재 '엔씨소프트 (036570)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자 의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가	
엔씨소프트 (036570)	2014/05/19	BUY(Maintain)	260,000원	
	2014/08/18	BUY(Maintain)	200,000원	
	2014/11/14	BUY(Maintain)	200,000원	
	2014/12/12	BUY(Maintain)	200,000원	
	2015/01/21	BUY(Maintain)	220,000원	
	2015/01/28	BUY(Maintain)	220,000원	
	2015/02/12	BUY(Maintain)	255,000원	
	2015/05/14	BUY(Maintain)	255,000원	
	담당자변경	2016/02/02	BUY(Reinitiate)	300,000원
	2016/02/12	BUY(Maintain)	300,000원	
	2016/03/14	BUY(Maintain)	340,000원	
	2016/05/16	BUY(Maintain)	300,000원	

목표주가 추이



투자 의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2015/3/1~2016/3/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	172	94.51%
중립	10	5.49%
매도	0	0.00%